

双重股权架构的域外经验与中国应对

张 巍*

内容提要：双重股权架构在美国已经有数十年的实践历史，近年来，亚洲各个冀望迅速推动本地高新企业成长的法域纷纷改变其既往立场，吸纳同股不同权公司上市。2018年，中国香港和新加坡率先在本地区实现了这种规则转变，而中国新设立的科创板也已经允许上市公司采用双重股权架构。中国引进双重股权结构应当谨慎行事，如需引进可以以中国香港规则作为基础，摒弃其适于寻租之内容，并增加定期日落规则。

关键词：双重股权架构 同股不同权 股东短视主义 代理人成本 日落条款

一、引言

双重股权架构俗称同股不同权，在美国已经有数十年的实践历史，而在世界其他地方，以往大多不接纳这种特殊的股权架构——无论是在法律上明确禁止，还是在实践中不受青睐。然而，随着美国高科技企业的迅猛成长，尤其是2004年谷歌上市之后，此类在美上市的企业多采双重股权架构，于是，亚洲各个冀望迅速推动本地高新企业成长的法域纷纷改变其既往立场，吸纳同股不同权公司上市。2018年，中国香港和新加坡率先在本地区实现了这种规则转变，而中国新设立的科创板也已经允许上市公司采用双重股权架构。

引进同股不同权，站在宏观角度的立法者或许期待以此助力高新科技企业的成长，而站在微观角度的各证券交易所则大概期待吸引来更多的企业上市，由此也令自身得益。不过，从美国的经验看，最直观的证据似乎并不能为这两种期待背书。就助力高新科技企业成长而言，2018年以预期收入计美国最大的十家科技类上市公司中只有Alphabet（Google的母公司）和Facebook两家具具有双重股权架构，而以预期收入增长率计，成长速度位列前五的还是只有这两家公司。美

* 张巍，新加坡管理大学法学院助理教授。

国最大和成长最快的科技类上市公司排名请见表 1。也就是说，美国最大、发展最快的高科技企业中，多数没有采用同股不同权。

表 1 美国最大和成长最快的科技类上市公司

前十大公司 (以 2018 年度预期收入计)			前五大高速发展公司 (以 2018 年度预期收入增长率计)	
排名	名称	收入 (单位: 10 亿美元)	名称	增长率 (单位: %)
1	Apple	273.3	Facebook	34
2	Amazon	228.7	Amazon	29
3	Alphabet	131.3	Alphabet	19 (并列第四)
4	Microsoft	106.4	Apple	19 (并列第四)
5	IBM	78.8	Microsoft	10
6	Intel	63.8		
7	Hewlett-Packard	54		
8	Facebook	53.8		
9	Cisco	48.5		
10	Oracle	39.8		

数据来源: CNBC, <https://www.cnbc.com/2018/01/21/ten-largest-us-tech-firms-2018-revenue-seen-topping-1-trillion.html>.

就吸引公司上市而言，如后所述，美国自 1994 年全面吸纳同股不同权公司上市以来，上市公司数量总体不增反降，而以往一直不允许双重股权架构公司上市的中国香港和新加坡上市公司数量反倒一路上升，或者至少没有显现出美国般的下降趋势。美国、中国香港、新加坡上市公司数量变化情况请见图 1。当然，这些数据都是直观的，并未控制任何其他因素，因此仅具有提示性意义。不过，当直观数据与上述期待不一致之时，抱有这些期待者应提供进一步证据展示同股不同权可以支持其期待。

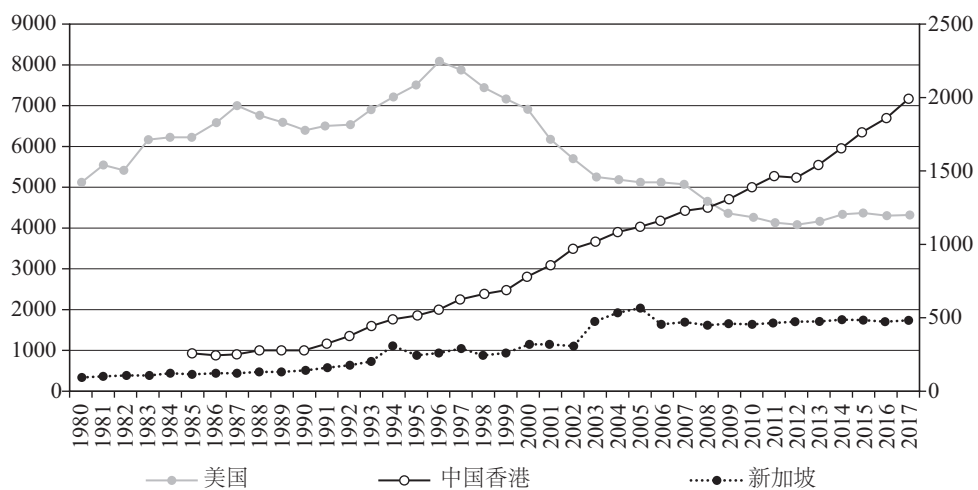


图 1 美国、中国香港和新加坡的上市公司数量 (左轴为美国数据, 右轴为港、新数据)

数据来源: 世界银行

实际上,数十年来美国各界对双重股权架构始终褒贬不一,而且近来越来越多的证据显示其可能弊大于利,特别是在企业成熟之后。最近,WeWork这个曾被誉为“最有价值的独角兽”黯然撤回上市申请,再次暴露出双重股权架构对公司治理可能造成的威胁。实际上,在WeWork的治理结构遭到市场诟病之后,这家企业抢先做的就是削弱创始人的表决权。本文试图从梳理美国双重股权架构的实践与研究入手,介绍其利弊所在,再据此评析中国香港和新加坡两地新近采行的同股不同权规则,最后结合中国的实际情况,对中国的相关立法提出若干建议。

二、双重股权架构的美国实践

(一) 制度基础

1. 制度变迁

美国公司法与证券法分属州法和联邦法两个不同的体系。不过,对于双重股权架构这个问题,原先无论是公司法还是证券法都没有特别规定,公司可以自行确定如何分配股东的表决权,而法院也多次判决支持双重股权架构。^{〔1〕}1925年,道奇公司(Dodge Brothers, Inc.)以双重股权架构在纽约证券交易所(NYSE)上市,其控制人以不到2%的出资控制了全部表决权,因而受到广泛批评。有鉴于此,NYSE次年首次表示要对同股不同权公司的上市加以限制,并于1940年正式宣布不再允许拥有双重股权架构的公司上市,这一政策一直延续到1980年代。

到1980年代,美国三家主要的证券交易机构:NYSE、美国证券交易所(AMEX)和监管柜台交易(OTC)市场及世界首个电子证券交易市场NASDAQ的全国证券交易商协会(NASD)对双重股权架构采取了各不相同的态度。NYSE禁止得最为严格,既不允许拥有双重股权架构的公司上市,又对借助股权重组(recapitalization)建立此种架构的公司实施强制退市。NASD完全禁止同股不同权。而AMEX的规则介于二者之间,它一方面允许公司设立双重股权架构,另一方面又只让拥有总数不低于25%的表决权且至少有权选举出一名董事的股票组别的股票上市。

1980年代美国出现了敌意并购的浪潮,出于抵御敌意并购的需要,各上市公司纷纷要求实施双重股权架构。同时,信息技术的发展令NYSE拥有的流动性和做市优势不再像以往一样明显。因此,NYSE的严格规则让其在与其他两家证券交易机构,尤其与NASDAQ的竞争中日渐处于不利地位。迫于这样的压力,NYSE于1984年6月宣布暂停对采用双重股权架构的公司实施强制退市,并向美国证券交易委员会(SEC)提出上市规则修正案,要求允许上市公司通过股权重组实现同股不同权,只要这种重组得到多数独立董事以及公众投资人的批准。

面对NYSE提出的上市规则修正案,SEC开始正式考虑如何监管同股不同权问题。1988年7月SEC在拒绝NYSE的修正案之后,推出了一项统一监管规则——Rule 19c-4,它实际上禁止上市公司借助股权重组实现事后的同股不同权。然而,这条规则寿命不长。1990年,美国哥伦

〔1〕 本段有关美国制度变迁的介绍主要参见Stephen Bainbridge, The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, 69 *Washington University Law Quarterly*, 565 (1991).

比亚特区联邦上诉法院在 *Business Roundtable v. SEC* 一案^{〔2〕}中判定 SEC 对上市公司的治理以及股东的表决权问题没有监管权限，于是，Rule 19c-4 因 SEC 越权而归于无效。不过，在此判决之后，SEC 积极联络美国三家主要的证券交易所——NYSE、AMEX 和 NASDAQ，并促使它们采用共同的上市公司股东表决权规则。

1994 年这三家达成协议，一致采用了仿效 Rule 19c-4 的上市规则。^{〔3〕}此后，美国的证券交易所实质禁止上市公司通过股权重组实现同股不同权，但公司在首次公开发行（IPO）的时候采用的双重股权架构依然有效。并且，上市之后公司仍可发行表决权比例低于已发行股票的新组别股票，只要不以此作为转换要约（exchange offer）的对价，^{〔4〕}而 IPO 时就采行同股不同权的公司上市后仍可增发高表决权组别的普通股。

2. 禁止事后同股不同权

美国制度对双重股权架构最主要的限制就是不允许上市公司在 IPO 之后——尤其是通过转换要约——来实现这种股权架构。对此有必要解释一下其中的原因。上市公司创立者可以在 IPO 的时候就设立表决权数量不同的普通股，并向公众投资人明确进行披露，这是事先的双重股权架构，公众投资人在购买股票之前就知道公司存在这样的股权结构。另一种双重股权架构在 IPO 之时并不存在，这被称为事后的双重股权架构。

对于事先的双重股权架构，即在 IPO 之际已经存在的同股不同权，公众投资人在买入股票之前就已经知悉。按照效率资本市场假说（efficient capital market hypothesis），市场会迅速对这种公开信息作出反应。假如市场投资人认为特定公司的双重股权结构有利于长期经营利益或者调动创立者的积极性，市场就会对此作出良性评价，从而推高 IPO 价格。反过来，如果市场认为同股不同权会损害公众投资人利益，就会使 IPO 价格打折扣。这样一来，创立者的融资成本升高，板子最终还是要落在自己身上。因此，事先的双重股权架构，无论是损是益，创立者都逃不脱干系，他们也就有了认真权衡利弊的动力。

事后的双重股权架构，即 IPO 时只有一个组别的普通股，在公众投资人已经购买了公司的股票之后，再通过股权重组的方式，将原本单一组别的普通股转变为具有不同表决权的普通股，这则与事先的双重股权架构很不相同。当然，公司法一般不会允许管理层单方面改变公司的既有股权结构，将原先的单一架构变为双重架构，对公司股权结构的改变往往需要获得股东大会的批准，修改公司章程的相关内容。然而，上市公司的公众投资人人数众多，利益分散，难以进行有效协调，从而在投票时陷入集体行动的困境。因此，即便管理层提出的改变既有股权结构的方案有损于公众投资人的利益，他们也会不作调查，直接支持管理层的方案，或者不去投票，这被称作投资人的“理性冷漠”（rational apathy）。^{〔5〕}再加上管理层的方案往往经过巧妙设计，进一步

〔2〕 905 F. 2d 406 (1990).

〔3〕 See NYSE Listed Company Manual 313.00 (A); NASDAQ Listing Rule 5640; NYSE American Company Guide, Sec. 122. AMEX 于 2008 年并入 NYSE，现更名为 NYSE American。

〔4〕 有关转换要约的内容参见后文。

〔5〕 See Lucian Bebchuk, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, 102 *Harvard Law Review*, 1820 (1989).

利用股东面临的集体行动困境,诱使他们同意对自身不利的股权架构转换。对此,笔者在其他地方曾有详细介绍,这里不再赘述。^{〔6〕}

(二) 兴衰与现状

尽管美国历史上并没有对双重股权架构特加限制,不过在20世纪初,绝大多数美国上市公司都采用了同股同权的原则。可是,此后的20年间,双重股权架构却开始流行起来。那时,采用这种股权架构的公司往往将全部表决权集中于一个组别的普通股,交给内部股东控制,而外部股东取得的则是完全没有表决权的股票。对此,哈佛大学的政治经济学教授 William Ripley 积极提出反对意见,认为双重股权架构造成严重的利益冲突。在其观点的影响下,以上述道奇公司上市为直接触点,从1926年起,NYSE 开始逐步收紧对双重股权架构的监管。不过,一直到“大萧条”之前,美国上市公司采用此种股权架构的激情并未减退。据统计,从1927年到1932年的五年间,总计有288家上市公司采用同股不同权,数量几乎与NYSE 转变政策之前的1919年到1926年间相当。这一时期采用双重股权架构主要是出于家族企业同时实现公开募资和确保家族控制权的需要。^{〔7〕}

然而,这种情况在“大萧条”之后出现了根本性转变。随着NYSE 于1940年决定全面限制同股不同权公司上市,采用双重股权架构的公司数量急剧减少。据统计,从1940年到1978年的38年间,仅有30家公司在美国证券市场上市,而且,在此期间从未有任何一个年份出现过11家以上上市公司采用此种股权架构。^{〔8〕}1956年,福特汽车公司上市是这一时期最有名的双重股权架构公司上市的案例,也是NYSE 自1940年推出全面限制政策后的一个重要例外。到了1980年之后,伴随敌意收购在美国流行,双重股权架构作为一种抵御收购的措施再次流行起来。研究显示,在1962年到1984年之间采用双重股权架构的公司有近85%是在1980年之后采用这种架构的。^{〔9〕}而从1986年3月到1987年5月短短14个月的时间内就有34家上市公司新加入同股不同权的行列。^{〔10〕}

从1995年到2002年间,美国大概有6%的上市公司采用双重股权架构,约占美国上市公司总市值的8%。这些公司中超级表决权与普通表决权组别股票拥有的表决权比例差不多半数以上是10:1。总体上,拥有超级表决权的股东大概掌握60%的表决权,而其在公司中拥有的现金流权利则是40%。超级表决权股一般不上市流通,流通的只是普通表决权股。直到21世纪初,美国双重股权架构的公司主要是在两类上市公司中特别多见。一是个人创办的、以自己的名字命名的企业,譬如有美国“超级家庭主妇”之称的 Martha Steward 创立的家用品企业 Martha

〔6〕 最早对此作出分析的是 Jeffrey Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *California Law Review*, 1 (1988); 有关中文介绍,参见张巍(清澄君):《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第23节。

〔7〕 参见前引〔1〕, Stephen Bainbridge 文,第565页; Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, 14 *Journal of Financial Economics*, 33 (1985).

〔8〕 See Ronald Lease, John McConnell, Wayne Mikkelsen, *The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations*, 11 *Journal of Financial Economics*, 439 (1983).

〔9〕 See Megan Parth, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 *Journal of Financial Economics*, 313 (1987).

〔10〕 参见前引〔1〕, Stephen Bainbridge 文,第565页。

Steward Living，以及著名设计师 Ralph Lauren 创办的同名时尚企业。二是新闻媒体，比如《纽约时报》《华盛顿邮报》等。^{〔11〕}

根据最近的一项研究，美国上市公司中具有双重股权架构的比例总体呈增长趋势，在 1980 年代初，这一比例只有 3% 左右，到 1990 年代初上升到 6.5% 到 7%，此后直到 2015 年都基本保持在 5.4% 到 7.0% 之间。^{〔12〕}在 IPO 的公司中采用双重股权架构的比例可能增长更快，比如从 2010 年 1 月到 2012 年 3 月间，在美国 IPO 的 170 家公司中，有 20 家采用双重股权结构，占比为 11%，^{〔13〕}而从 1980 年到 2015 年间在美 IPO 企业拥有此架构的整体比例是 7.2%。^{〔14〕}此外，2007 年 S&P 500 指数中双重股权架构公司的比重只有 5%，到 2017 年这个比重则迅速增长到 12%。^{〔15〕}

2004 年谷歌（Google）上市开创了美国高科技企业采用双重股权架构的新时代。在此之前，在美国上市的高科技企业多数没有双重股权架构，著名者如 Apple、Microsoft、Amazon 和 Netflix。而 2004 年之后上市的主要高科技公司几乎都有这种架构，比如 2012 年 IPO 的所有大型高科技企业——Groupon，LinkedIn，Yelp，Facebook 和 Zynga——就都使用了同股不同权，^{〔16〕}近几年诸多中国赴美上市的互联网企业也纷纷采用双重股权架构。2004 年后在美上市而未采用此架构的大型高科技企业大概只有 Twitter 和 Tesla。

有不少研究显示，美国的上市公司中，采用双重股权架构的公司比不采用这一股权架构的公司平均资产规模更大、利润率更高、杠杆率更高。^{〔17〕}不过，双重股权架构公司的市场估值却与资产规模相当的同股同权公司没有差异，^{〔18〕}或者更低。^{〔19〕}最令人意外的是，尽管诸多高科技企业是同股不同权的，但美国双重股权架构公司的平均研发投入在总资产中的占比却低于同股同权的公司。^{〔20〕}

近来的研究还发现，尽管美国三分之二拥有双重股权架构的上市公司同时设置了所谓的“日落条款”（sunset clause），可是，这类主动设置的“日落条款”却基本起不到让双重股权架构伴随时间的推移而失效的作用。因为它们规定的失效条件要么是持有超级表决权股的股东转让这些

〔11〕 See Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 *Review of Financial Studies*, 1051 (2010).

〔12〕 See Hyunseob Kim, Roni Michaely, *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209, last visited on Oct. 31, 2019.

〔13〕 See Stephen Glover, Aarthi Thamodaran, *Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structure*, *Insights: 27 The Corporate & Securities Law Advisor* (March 2013).

〔14〕 See Martijn Cremers, Beni Lauterbach, Anete Pajuste, *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895, last visited on Oct. 31, 2019.

〔15〕 See Andrew Winden, Andrew Baker, *Dual-Class Index Exclusion*, working paper, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3201578, last visited on Oct. 31, 2019.

〔16〕 参见前引〔13〕，Stephen Glover、Aarthi Thamodaran 文。

〔17〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文；前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文；Bradford Jordan, Soohyung Kim, Mark Liu, *Growth Opportunities, Short Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure*, 41 *Journal of Corporate Finance*, 304 (2016).

〔18〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文。

〔19〕 参见前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

〔20〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文；前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

股份,要么是这类股东的整体持股比例下降到某一程度,换言之,这个条件能否实现依然掌握在超级表决权股东手中,^[21]这一状况倒是与学者们的预期不谋而合。^[22]

(三) 学界与实务界的态度

1. 学界

双重股权架构下,表决权多的股票总是由公司内部人士拥有,而表决权少的股票则留给公众投资人。谁掌握了多数的表决权,谁就掌握了公司的控制权,而有了控制权不仅能决定公司的经营方针,也能决定是不是将这种控制权出售给别人。因此,Grossman和Hart两位教授早就指出:公司股权表决结构的主要影响在于其对公司控制权流动的影响。^[23]的确,从美国的历史经验看,双重股权结构风行的年代正是敌意并购交易风行的年代。

那么,上市公司的内部人士为什么想把持住公司的控制权呢?作为公司控制权的所有人,除了和普通投资人一同享受证券利益(security benefits),控制权还能给他们带来私人利益(private benefits)。这种私人利益形式多样,譬如取得高额的报酬、享受各种福利(如私人飞机、优厚的保险)等有形利益;还可以是按自己的偏好确定经营方针、塑造个人名望,乃至让自己的事业传于子孙后代的成就感等无形利益。特别是在公司拥有高额自由现金流的时候,就难免会有控制权人中饱私囊,损害中小股东利益。例如实施关联交易,淘换公司资产据为己有,将控制权出售给有意榨取公司资产的劫掠者(corporate looter),或者以不合理的低价实施私有化,挤走中小股东。^[24]再者,掌握控股权的股东,还可以凭借这种权力占据董事、高管的职位,享受由此带来的各种待遇——即使不付出辛劳努力工作。

如果说管理层的欺诈、不诚信的行为尚可由法律应对,那么,对于纯粹懒惰或者愚蠢的管理者,法律就很难约束。毕竟,法官难以区分公司管理层的决定究竟在商业上是好是坏,因此只能原则尊重[即著名的“商业判断规则”(business judgment rule)]。而能对付这种劣质管理层的只有市场竞争,通过控制权流动让优秀的管理人才将他们替换掉。所以,可以说公司控制权的自由流动是确保管理层勤勉、高效工作的最终途径。^[25]

然而,一旦公司内部人士掌握了高额表决权,进而能任意决定是否将控制权出让,市场竞争就不再能约束管理层。也就是说,当公司控制权的自由流动被阻断之后,公司股东面临的代理人成本(agency cost)会大大增加。况且,公司被并购或出现控制权的市场竞争之时,中小股东能获得并购溢价,或者在强制要约制度的保护下得以分享控制权溢价。然而,当控制权的转让受到限制之后,中小股东就难以再期待得到这种溢价。

这方面一个略显极端的事例是前传媒大亨Conrad Black给Hollinger International这家曾经

[21] 参见前引[12], Hyunseob Kim、Roni Michaely文。

[22] See Lucian Bebchuk, Kobi Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, 103 *Virginia Law Review*, 585 (2017). 详见后文介绍。

[23] See Sanford Grossman, Oliver Hart, One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, 20 *Journal of Financial Economics*, 175 (1988).

[24] 有关控股股东损害中小股东利益的三种主要形式,参见Ronald Gilson, Jeffrey Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 785 (2003)。有关控股股东获取私人利益的实证研究,参见Alexander Dyck, Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, 59 *Journal of Finance*, 537 (2004)。

[25] See Henry Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 *Journal of Political Economy*, 110 (1965)。

的世界第三大英文传媒带来的毁灭性灾难。借助双重股权架构，Black 控制了 Hollinger 73% 的表决权，出任 Hollinger 的董事长。此后他通过向管理层支付高额报酬以及一系列的关联交易将公司资产转入内部人士的腰包。最终，Hollinger 的股东们花费了 2 亿美元对 Black 提起法律诉讼，虽然 Black 锒铛入狱，Hollinger 却不得不申请破产。

当然，上面的例子也许具有一定的偶然性，那么，更为科学、严谨的研究又为我们显示了怎样的一幅图景呢？一项针对 1994—2002 年间数据进行的研究发现：在具有双重股权结构的公司中，伴随内部人士的表决权与经济性权利的比例差异加大，公司拥有的现金对公众投资人的价值下降，CEO 的报酬升高，有损公司价值的收购活动增加，并且，公司资本性支出（capital expenditure）为股东增添的价值减小。^{〔26〕}这些发现无疑都表明双重股权架构会导致代理人成本加剧。另一项利用 1995—2002 年间有关双重股权结构公司数据进行的研究发现：公司的市场价值伴随内部人士掌握的表决权升高而降低，却伴随其掌握的经济性权利升高而升高。这大概是迄今为止有关美国的双重股权架构最有影响的一项经验性研究，它再次提供了双重股权架构可能对公司价值造成负面影响的证据。^{〔27〕}

同样利用 1995—2002 年间美国双重股权结构公司数据进行的研究也发现：与同股同权的公司相比，同股不同权的公司向股东分派的股息更为丰厚，条件也更为优越。^{〔28〕}这一发现的意义在于：同股不同权的公司由于意识到市场可能认为其引发的代理人成本问题严重，因此希望通过增加派发股息，减少公司保有的自由现金流（free cash flow）向市场展示其降低代理人成本的决心（因为自由现金流被认为是加剧代理人成本的重要原因）。换言之，同股不同权公司的管理层试图表明其无意实施有损公众投资人利益的行动。但是，此发现本身并不表示采用双重股权架构的公司价值更高，反而从一个侧面印证了这种股权架构会导致更为严峻的代理人成本问题。

然而，双重股权架构也可能有积极的一面，首先，支持这种架构者最常见的理由是：由于资本市场上投资人对短期收益的注重，上市公司的管理者出于资本市场的压力可能不得不牺牲长期经营战略，而一旦消除了因控制权流动而被驱逐的威胁，管理层就不必面对这种压力，从而得以更加专注于贯彻其长期的经营方针，特别是当这种长期方针的短期效益并不显著的时候。有人认为，伴随 1990 年代以后对冲基金等机构投资者成为证券市场的主力，其注重短期收益的倾向让双重股权架构更有可能发挥出积极意义。

其次，控制权的稳固也有利于公司控制者投入更多成本培育管理和经营这家特定公司的知识及能力。譬如深入了解公司技术人员的特长、喜好，以便更好地激励其为公司服务。而这样的知识通常只对管理者当下管理的企业有用，一旦管理者被解任，他的投资就会血本无归。于是，没有对自身地位的保障，公司管理者是不会愿意积极投资，以获取此类有利于公司的知识与能力的。经济学家称之为资产专属化问题（asset-specificity）。

〔26〕 See Ronald Masulis, Cong Wang, Fei Xie, Agency Problems at Dual-Class Companies, 64 *Journal of Finance*, 1697 (2009).

〔27〕 参见前引〔11〕，Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick 文，第 1051 页。

〔28〕 See Bradford Jordan, Mark Liu, Qun Wu, Corporate Payout Policy in Dual-Class Firms, 26 *Journal of Corporate Finance*, 1 (2014).

再次，由于双重股权架构确保了公司管理层的控制权，于是，在出现新的投资机会因而需要为公司募集新的资金的时候，管理层不会因为担心自己的表决权被稀释而拒绝增发新股，进而放弃有利的投资机会，或者转而求助于成本更高的债务融资。

最后，公司创立者常常需要为创立公司投入相当的前期成本，譬如技术开发和品牌培育。而这些资本投下之后，创立者未必能很快收回投资。借助控制权获得的私人利益能够帮助创立者更有效地收回其前期投入并且已经沉没的成本。如果公司的控制权能轻易被他人夺走，那么，新取得控制权的人就搭了创立者的便车，却让创立者遭受损失。预见到这种情形，公司创立者也许一开始就不会愿意投入这些成本。因此，双重股权结构也能激励创立者进行有益的前期投资。^{〔29〕}

尤其值得一提的是，不少学者认为双重股权架构对公司价值的影响可能根据公司的成熟度不同而不同，他们指出这种股权架构对于年轻的公司而言或许更为有利。第一，外部投资人与公司内部人士之间存在信息不对称，后者掌握更多如何改善经营、提升价值的信息。而这种信息不对称在年轻企业中体现得更为明显，因为这些公司短暂的历史愈发减少了外部投资人了解相关信息的机会。于是，让内部管理层摆脱资本市场的压力，从而依据自身的信息优势作出有利于企业发展的判断，这一点对年轻企业而言特别重要。^{〔30〕}第二，对于年轻企业而言，如何经营发展企业的信息更有可能是由创始人兼管理者个人掌握的，因此，要是果真换了管理者，企业的发展反而可能失去方向。这种情况下，让企业接受资本市场上控制权竞争的压力也许基本没有多少好处。^{〔31〕}第三，对于年轻企业而言，其创始人兼管理者往往具有更多的动力来提升企业的价值，这不仅符合他们自身的经济利益，也可以满足其自我实现等非经济利益。于是，这些企业管理者创造股东共同利益的意愿往往超过谋求自身私人利益的意愿，换言之，代理人成本问题在年轻企业中不那么突出。^{〔32〕}第四，创始人往往在 IPO 之时持有较高比例的上市公司股份，但随着上市年限的增加，出于财富配置多元化考虑，创始人会逐渐减少股份的持有比例，这也意味着对成熟企业的创始人来说，牺牲股东共同利益以满足其作为控制权人的私人利益成本更低，也就是说，成熟企业的代理人成本问题更加严重。^{〔33〕}

最新的经验研究也为上述理论提供了支持证据。一项针对 1971 年到 2015 年 45 年间美国上市公司的研究显示：在年轻企业（IPO 不满 12 年）中，采用双重股权架构的公司平均价值比同股同权的公司高 9%，但在成熟企业中，同股不同权的公司价值平均比同股同权的公司低 10%。此项研究还发现：同样是采用双重股权架构的企业，超级表决权股拥有的表决权溢价在成熟企业中比在年轻企业中高 3.3%，这表明成熟企业中控制权人能汲取更多的私人利益。同时，在采用同股不同权的公司中，市场对于成熟企业增加股息的反应比对年轻企业要大，而这种市场反应的差异在同股同权公司中则不那么明显，这同样显示投资人对采用双重股权架构的成熟企业面临的

〔29〕 参见前引〔23〕，Sanford Grossman、Oliver Hart 文，第 175 页。

〔30〕 See Jeremy Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 *Journal of Political Economy*, 61 (1988).

〔31〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文。

〔32〕 See Peter DeMarzo, Michael Fishman, Optimal Long-Term Financial Contracting, 20 *Review of Financial Studies*, 2079 (2007).

〔33〕 参见前引〔22〕，Lucian Bebchuk、Kobi Kastiel 文，第 585 页。

代理人成本问题更为担忧。^{〔34〕}

另一项以 1980 年至 2015 年间美国上市公司为样本的研究类似地发现，在 IPO 阶段，采用双重股权架构的公司较具有可比性的同股同权的公司估值更高，在 IPO 当年的年末，前者的市场价值比后者平均高出 11%。不过，此后这两类公司的估值差异不断缩小，到 IPO 后 6—9 年的时间，两者的估值已经没有实质差异。另外，这项研究还发现伴随 IPO 之后时间的迁延，具有双重股权架构的公司中控股股东掌握的表决权比例与其占有的现金流权利的比例差距不断扩大，从 IPO 一年后的 16% 增加到 IPO 五年之后的 26%。^{〔35〕}这个差异的扩大意味着控制权人有很大的动力牺牲股东共同利益以谋求私人利益。

鉴于以上的理论和经验研究成果，近来美国学界有越来越多的人士主张为双重股权架构设置所谓的定期“日落条款”，规定在采用双重股权架构若干年之后，除非得到不具有超级表决权的股东投票同意继续延期，否则这种架构就要被拆除，恢复同股同权。对此，有研究者特别指出，不能期待在双重股权架构公司中掌握控制权的股东会自愿采用这样的“日落条款”，而需要由法律直接规定。因为即便拆除双重股权结构有利于股东的共同利益，可是，具有控制权的股东从中得到的只是小部分的收益，不足以弥补取消同股不同权后其将失去的私人利益。^{〔36〕}

2. 实务界

在实务界，对双重股权架构的意见始终两极分化。上市公司的创始人、经理人以及他们的顾问理所当然地支持这种结构。在 2017 年到 2018 年间由机构投资人服务机构 [Institutional Investor Service (ISS)] 进行的一项问卷调查中，这一人群中 50% 赞成同股不同权，27% 认为可以接受有“日落条款”的双重股权架构，只有 11% 表示这种股权架构不妥当。与之相反，在资本市场的投资人以及他们的顾问中间，对双重股权架构的看法则消极得多。同一项调查显示，后一人群中 43% 认为同股不同权不合适，43% 认为只有具备“日落条款”的同股不同权才可以接受，无条件接受双重股权架构的只有 5%。^{〔37〕}

实际上，美国的投资人——尤其是机构投资人——对双重股权架构的不满由来已久。近年来，随着高科技企业采用这种架构上市的趋势日盛，这种不满也越来越强烈地爆发出来。第一次反对的高潮是在 2012 年 Facebook 上市之后，具有 32 年历史、代表着掌握 3 万亿美元资产的公募基金和雇员福利基金等机构投资人的机构投资人协会 [Council of Institutional Investor (CII)] 向 NYSE、NASDAQ 和 SEC 发出公开信，敦促禁止具有双重股权架构的公司上市。CII 的行动得到美国主要养老基金 CalPERS、CalSTRS，主要资产管理公司 Fidelity、State Street、Vanguard、T. Rowe Price 以及主要股东投票咨询机构 ISS 的支持。

2017 年 3 月，Snap 以新一代高科技企业中最为激进的双重股权架构形式——完全不给予公众投资人表决权——上市，掀起了机构投资人的第二次反对同股不同权的高潮。在 2018 年 10 月

〔34〕 参见前引〔12〕，Hyunseob Kim、Roni Michaely 文。

〔35〕 参见前引〔14〕，Martijn Cremers、Beni Lauterbach、Anete Pajuste 文。

〔36〕 参见前引〔22〕，Lucian Bebchuk、Kobi Kastiel 文，第 585 页。

〔37〕 See ISS, 2017—2018 Global Policy Survey: Summary of Results, available at <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017—2018-iss-policy-survey-results-report.pdf>, last visited on Oct. 31, 2019.

24日, CII和包括BlackRock、T. Rowe Price、CalPERS、CalSTRS在内的几大机构投资者再次向NYSE和NASDAQ提出请求, 呼吁交易所强制在IPO七年之内取消上市公司的双重股权结构, 除非得到拥有多数现金流权利的股东投票同意延期。^[38]除向交易所请求之外, CII还把目标转向了市场指数的编制机构, 要求将同股不同权的股票排除在标普(S&P)、罗素(FTSE Russell)以及明晟(MSCI)等各主要股指之外。

不过, 对于这一点, 机构投资人的观点并不一致, 以指数基金为代表的消极投资基金不赞成从指数中排除双重股权结构。全世界最大的资产管理机构、掌控资产规模超过6万亿美元的BlackRock就此公开表达了反对意见, 表示限制同股不同权应交给监管机构, 而非指数编制机构。其忧虑主要在于指数不再能体现股权市场的整体资金配置状况, 从而迫使指数基金背离投资市场大盘的基本策略, 也剥夺指数基金投资人投资某一类企业的机会。^[39]

对于机构投资人的诉求, SEC以及两大证券交易所并未给予积极回应。2018年, SEC主席Jay Clayton曾几次表示对双重股权结构的监管不在其优先考虑的议事日程中, 并呼吁对股东短视主义(short-termism)以及美国资本市场在全球资本市场竞争中的地位等问题进行更加深入的研究。^[40]从SEC前次试图监管同股不同权的努力失败, Rule 19c-4遭法院否决的经历来看, SEC的谨慎态度可以理解。在交易所方面, NYSE对机构投资人的要求迄今没有表态, 而NASDAQ则秉承其一贯支持同股不同权的态度, 明确拒绝限制这类公司上市。^[41]以吸引企业上市为目标的证券交易所迎合上市公司的口味, 不愿对双重股权结构加强监管就更不意外了——至少在市场资金充沛的年代。

相反, 与机构投资人关系密切的指数编制机构则对这些呼吁作出迅速反应, 他们从2017年4月开始进行咨询调研。2017年7月26日, FTSE Russell率先宣布将公众投资人表决权比例不足5%的股票排除在其几个主要的指数之外, 包括Russell 1000, 2000和3000指数。^[42]2017年7月31日, S&P Dow Jones指数也正式宣布今后将不在S&P 1500综合指数(包括S&P 500、S&P MidCap 400和S&P SmallCap 600)中包含新上市的同股不同权公司, 原来已经在指数之内的公司则不受影响。^[43]截至本文写作时, 美国的几大指数编制机构中仅有MSCI尚未最终表态将如何处理双重股权结构问题, 但其此前就此展开的咨询及其评论显示, MSCI可能根据公众投资人拥有表决权的多少调整股票纳入其指数的权重。^[44]

除了游说监管机构和指数编制机构之外, 美国的公众投资人还试图通过股东提案(proposal)

[38] See Dawn Lim, BlackRock, Calpers Want Exchanges to Clamp Down on Dual-Class Shares, *Wall Street Journal* (Oct. 24, 2018).

[39] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

[40] See Jay Clayton, Remarks to the SEC Investor Advisory Committee, March 8, 2018, available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2018-3-8>, last visited on Oct. 31, 2019.

[41] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

[42] See FTSE Russell Voting Rights Consultation-Next Steps, available at https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

[43] See S & P Dow Jones Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules, available at https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spdijmulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf?force_download=true, last visited on Oct. 31, 2019.

[44] 参见前引[15], Andrew Winden、Andrew Baker文。

的方式废除双重股权架构，恢复同股同权。例如，2012年美国有4家上市公司的股东提出了这样的提案，其中包括Google和News Corps.的股东。不过，这4项股东提案平均只得到大约1/3股东表决权的支持。在Google的提案表决中，只有17.7%的投票赞成取消同股不同权，而News Corp.提案得到的赞成票也不过占投票数的28.8%。^[45]

双重股权架构问题不仅在资本市场上供给双方之间形成对立意见，也受到美国媒体的高度关注。有研究显示，2011年至2015年间在美国IPO的、融资规模超过5亿美元的62家具有双重股权架构的公司中，美国主要媒体对其中的13起IPO案例明确表示忧虑，比例高达21%。作为对比，尽管分层董事会（staggered board）也被普遍认为是损害公众投资人利益的公司治理结构，然而，在同一时期IPO的同股同权公司中，虽然有73%采用了分层董事会，却没有任何媒体报道提到过这些公司的分层董事会问题，更没有一篇对此表示忧虑的文章。^[46]

（四）美国的经验

美国是世界上最重要的资本市场，其上市公司的总市值世界第一，而双重股权架构在美运用历史之久、范围之广恐怕也首屈一指。不仅如此，无论在学界还是实务界，美国对于双重股权架构的研究和讨论，更是没有其他哪个国家或地区能及。因此，美国的经验值得我们认真思考。

上述有关双重股权架构的理论本不难理解，而美国经验最有价值的地方是一系列科学严谨的经验研究实实在在地证明了这些理论预期。虽然就像在其他领域的经验研究一样，针对美国同股不同权的经验研究不可能呈现出整齐划一的结果，也必定存在各种局限，可是，当越来越多的研究指向同一个方向，尤其是学术品位越高、刊发的杂志影响力越大的研究结果逐步指向一处的时候，这些研究就越可能在向我们展示出真相。就同股不同权而言，这个真相是不可忽视其带来的严峻的代理人成本问题。还要指出的是，这些对美国双重股权架构的研究，大多是在SEC以及几大证券交易所已经采纳监管措施，禁止事后改行这种架构的背景下作出的。换言之，如果没有这样的限制，同股不同权带来的代理人问题还可能更加严重。

如前所言，支持双重股权架构最主要的原因即所谓的股东短视，公众投资人既缺乏对公司经营作长期打算的意愿，更缺乏作这种打算的信息与能力，因此，他们应当交出权力来，听从更有信息、更有能力——却未必更有意愿——的内部人士的决定，谋求公司的长期发展。这番理论的核心前提是公众投资人短视。可是，越来越多的证据显示，美国的公众投资人并非如此种理论预期的那样短视。比如，当今世界市值最高的公司之一亚马逊（Amazon）4000多亿美元的巨额市值中有近75%的价值要依赖其在10年甚至更长时间之后的盈利来实现。这样的股东难道还算不得“放长线钓大鱼”吗？况且，美国的股市上有大量长期持股的消极基金投资人，其拥有的股票市值占美股总市值的13%，而且还在不断扩大。真正快进快出，短期投资色彩浓厚的对冲基金，特别是那些以股东积极主义（shareholder activism）行为当作投资策略的积极主义对冲基金（activist hedge fund）在美国市场的整体持股比例不到1%。^[47]

更为系统、严谨的经验研究似乎越来越多地指向一个方向：那就是被当作股东短视典型的积

[45] 参见前引[13]，Stephen Glover、Aarthy Thamodaran文。

[46] 参见前引[12]，Hyunseob Kim、Roni Michaely文。

[47] See Corporate Short-Termism Is a Frustratingly Slippery Idea, *The Economist* (Feb. 16, 2017).

极主义行动对公司的短期价值确有推动；^{〔48〕}而从长期看，这些行动也没有如批评者预期的那样削弱公司的投资，尤其是研发投资，^{〔49〕}公司的长期经营表现还可能得到改善，^{〔50〕}或者至少没有因为积极股东的行动而变糟。^{〔51〕}更加耐人寻味的是，如前所述，双重股权架构本以有利长期规划为优势，结果采用这种股权架构的公司却被发现投入研发的资金还不及同股同权的公司，那其优势又体现在何处呢？

即使参照最新的研究成果，也是对双重股权架构最有利的研究结论，这种股权架构的优点看来也仅限于年轻企业，而伴随企业年龄的增长，其具有的优势将为日益增长的代理人成本问题所取代，为上市公司带来总体负面效应。因此，美国经验带给我们的最大借鉴意义不妨总结为这样两点。其一，双重股权架构的成本确如理论预期那样严峻，而其收益却可能不如理论预期那样显著，故而从公司治理和保护公众投资人角度出发，并无充分理由放弃同股同权，转而允许双重股权结构。其二，即便允许同股不同权，也至少应对其加以两方面限制：一是禁止IPO之后转而采用双重股权架构，二是需要法律强制规定这种股权架构的失效年限，亦即“日落条款”，比如在IPO之后的6—9年时间内应恢复同股同权，除非无超级表决权的公众投资人多数同意延期。

除却股东短视主义之外，为双重股权架构辩护的另一条理由是只要这种股权架构在IPO之时即已存在，那么，投资人买入股票时支付的价格已经体现出同股不同权的成本——包括其可能涉及的代理人成本，换言之，股价业已因为超级表决权股东未来可能实施的损人利己行为而打上了折扣。这样一来，即便嗣后超级投票权股东真的做了恶，投资人也早就从股价中得到了补偿，没有理由再生抱怨。这种观点看似有理，却与股东短视主义之间存在逻辑矛盾，因为它假定投资人早在IPO之时就已经准确预见到未来不确定的时期内超级表决权股东可能引发的代理人成本，并将其计入IPO价格。这个假定无疑建立在市场投资人具有相当的远见，能大体精准地预测未来这一基础上，而这样的投资人自然不是短视的。可是，既然投资人不短视、有远见，那又有什么道理剥夺掉他们的表决权呢？双重股权架构依据的主要理论支柱岂非轰然倒塌？

最后，正如本文引言部分指出的那样，从美国的经验中也找不到双重股权架构促进高科技企业做大做强的证据，甚至连它吸引来更多公司上市这一点也同样没有证据支持。另外，还值得一提的是，美国的上市公司的控股股东受到严格的公司法监管。与中国不同，美国法律较早就确立了控股股东对公司以及中小股东负有的信义义务（fiduciary duty），^{〔52〕}双重股权架构下拥有超级表决权的大股东自然更不例外。^{〔53〕}它在每一项具体的交易决策中设置了一条维护公众投资人利益、防止内部人士不当谋取私利的防洪堤，从而抵消双重股权架构的部分消极影响。

〔48〕 See Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 *Journal of Finance*, 1729 (2008).

〔49〕 See April Klein, Emanuel Zur, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Fund and Other Private Investors, 64 *Journal of Finance*, 187 (2009).

〔50〕 See Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 *Columbia Law Review*, 1085 (2015).

〔51〕 参见前引〔49〕，April Klein、Emanuel Zur文，第187页。

〔52〕 See *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717, 720 (Del. 1971); *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A. 3d 635 (Del. Sup. 2014).

〔53〕 See *In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation*, 2012 WL 729232 (Del. Ch. 2012).

三、双重股权架构在中国香港及新加坡

（一）中国香港

1. 制度变迁

香港《公司条例》(Companies Ordinance)从来禁止双重股权架构,而在1987年之前港交所的上市规则也没有禁止性规定。不过,那时采用双重股权架构的上市公司十分少见,据说只有5家。1987年3、4月间,怡和洋行、长江实业、和记黄埔三家公司准备发行具有超级表决权的B种股票,由此引起股市急剧震荡。为应对市场震荡,港交所和香港证券监管机构迅速采取措施,紧急叫停B种股票发行,并于1989年正式修改主板上市规则,^[54]要求上市公司股票的表决权必须与股东的经济利益有合理关联,从而实际禁止了同股不同权。^[55]

在2013年痛失阿里巴巴上市之后,有关是否应当允许双重股权架构的议论在中国香港复燃。2014年,港交所发布概念性文件(concept paper)征求市场对双重股权架构的意见,并于次年公布征求意见结论书(Weighted Voting Rights Consultation Conclusion Paper),提出采用这种股权架构的建议。不过,仅仅6天之后,香港证券期货委员会[Securities and Futures Commission (SFC)]声明拒绝接受港交所的建议。

2017年,港交所再次发布概念性文件,提出以设立新板的方式引进双重股权架构。这一次,开放同股不同权的建议不仅得到积极的反馈,SFC也一改初衷,表态支持港交所的建议,这种变化无疑是出于对中国香港失去上市资源,尤其是丧失“新兴经济企业”(new economy companies)上市资源的忧虑。最终,港交所于2018年4月24日公布修改上市规则增设Chapter 8A,放弃了开设新板的设想,而是将双重股权架构加进主板上市规则中。^[56]4月30日修改后的上市规则开始实施,仅仅两个多月后,小米成为第一个在港交所双重股权架构上市的公司,首日股价跌破发行价。继而美团于9月20日上市,股价也在一周之内跌破发行价。

2. 双重股权架构规则

以上的制度变迁历史显示双重股权架构曾经在中国香港遭到强烈抵制,而港交所本身对这种股权架构的缺点也有所认识。实际上,港交所在2014年的研究报告已经意识到对双重股权架构不利的经验证据多于对其有利的证据,而且这些有利证据依据的“样本更小……且内生性问题更为严重”。^[57]因此,在最终通过的同股不同权规则中,港交所加入了诸多约束条件,试图平衡拥

[54] HKEX Listing Rule 8.11.

[55] See Hui Huang, Wei Zhang, Kelvin Siu Cheung Lee, The (Re) introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis, *Journal of Corporate Law Studies* (forthcoming), abstract available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245885, last visited on Oct. 31, 2019.

[56] See HKEX, Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors, available at [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\).pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018).pdf), last visited on Oct. 31, 2019.

[57] See HKEX, Concept Paper: Weighted Voting Rights, available at <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>, last visited on Oct. 31, 2019.

有超级表决权的股东与普通股东的利益。

首先，与美国相同，港交所只允许在上市时采用双重股权架构，^{〔58〕}且嗣后不能改变这种架构以增强超级表决权。^{〔59〕}不仅如此，要采用这种股权架构的上市公司还必须满足一系列定量和定性标准。定量标准主要是要求预期市值不低于 100 亿港币，而且，对预期市值低于 400 亿港币的公司，还必须在最近一个经审计的财务年度拥有不低于 10 亿港币的收入。^{〔60〕}至于定性标准则有 5 项：（1）公司需为创新企业；（2）公司有可以客观衡量的高速发展历史；（3）拥有超级表决权的股东必须因为自身的知识、技能而对公司发展负有重大责任；（4）拥有超级表决权的股东必须是扮演积极管理角色的个人，并且是公司的董事；（5）公司需至少得到过一名有经验的投资人的大规模融资，并且此等投资人于上市时需至少保留其 50% 的投资。^{〔61〕}对于事后增发超级表决权股，港交所要求事先获得其批准，并确保增发之后超级表决权股与普通股的比例不上升。^{〔62〕}

其次，港交所要求拥有双重股权架构的公司上市文件、定期报告、各种公开宣传、公告中均醒目地作出“双重股权架构警示”（WVR warning），包括采用双重股权架构的原因说明，对股权架构的描述，以及对股东面临风险的提示。^{〔63〕}同时，上市文件以及定期披露报告需说明双重股权架构终止的所有情形。^{〔64〕}此外，在上市公司的股票名称后加注 W，作为对采用双重股权架构公司的识别标记。^{〔65〕}

再次，超级表决权股与普通股的表决权之比不得超过 10：1，^{〔66〕}相应地，超级表决权股东在公司拥有的经济利益也不得低于 10%。^{〔67〕}同时，超级表决权只能在股东大会表决时行使，^{〔68〕}并且不能对以下重要议案行使，这些议案包括：（1）修改公司基础性文件；（2）改变任何组别股票的权利；（3）任免独立董事；（4）任免审计人员；（5）主动解散上市公司。^{〔69〕}换言之，上述议案仍需以同股同权方式表决。按同股同权标准计算（也就是无论超级表决权股还是普通股，每股算一票表决权）拥有 10% 以上表决权的普通股东可以召集股东大会，并提出决议案。^{〔70〕}此外，超级表决权股一经转让即失去超级表决权，^{〔71〕}同样，超级表决权股东一旦死亡、丧失行为能力或者不再担任董事，其持有的股票也将不再拥有超级表决权。^{〔72〕}

最后，港交所要求采用双重股权架构的公司成立完全由独立董事任职的公司治理委员会，以

〔58〕 See HKEX Listing Rule 8A. 05.

〔59〕 See HKEX Listing Rule 8A. 16.

〔60〕 See HKEX Listing Rule 8A. 06 (2).

〔61〕 See HKEX Guidance Letter: Suitability for Listing with a WVR Structure, available at http://en-rules.hkex.com.hk/net_file_store/new_rulebooks/g/l/gl9318.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

〔62〕 See HKEX Listing Rule 8A. 13 - 14.

〔63〕 See HKEX Listing Rule 8A. 37.

〔64〕 See HKEX Listing Rule 8A. 41.

〔65〕 See HKEX Listing Rule 8A. 42.

〔66〕 See HKEX Listing Rule 8A. 10.

〔67〕 See HKEX Listing Rule 8A. 12.

〔68〕 See HKEX Listing Rule 8A. 07.

〔69〕 See HKEX Listing Rule 8A. 24.

〔70〕 See HKEX Listing Rule 8A. 09.

〔71〕 See HKEX Listing Rule 8A. 18.

〔72〕 See HKEX Listing Rule 8A. 17.

期维护全体股东利益，该委员会需每半年发布一次公司治理报告。^{〔73〕}此外，双重股权架构公司的独立董事必须由一个以独立董事为主席、多数成员为独立董事的提名委员会提名。^{〔74〕}这类公司还需要配备一名常任合规顾问，就双重股权架构事宜提供咨询意见。^{〔75〕}

3. 对中国香港规则的评论

以下对上述港交所的双重股权架构规则作一简要评述，重点考察其能在多大程度上缓和这种股权架构的负面作用。

第一，港交所不允许事后采用双重股权架构无疑是正确的，这也已经成为各国的通例。就港交所的定量与定性标准看，显然旨在将双重股权架构限定于高速发展且已取得相当成就的高新技术企业。限定适用范围自然有助于降低双重股权架构的负面因素，而吸引快速成长的高新企业上市原本就是港交所开放同股不同权的初衷，这样的限定也符合制度本意。

第二，港交所特意将超级表决权股东限定于上市公司的董事，以期借助董事对公司及其股东的信义义务来监控超级表决权股东与普通股东的利益冲突，恐怕未必有效。在中国香港的规则体系下，超级表决权股东同时具有双重身份——董事与股东。董事负有的信义义务只能约束其以董事身份行事时的利益冲突，却不足以防范其作为股东之时的利益冲突。而双重股权架构的负面因素直接源自超级表决权股东作为股东——而非董事——拥有的权利，也就是股东表决权。

譬如，面对某一项对公司有利，却可能对超级表决权股东不利的商业机会，超级表决权股东可以在董事会决议时赞同公司利用这个机会，可是一旦该董事会决议需要得到股东大会表决，这些股东又可以反过来投反对票。超级表决权股东的这两次不同的投票既不违反其作为董事的义务，又符合其行使股东权利的规则。质言之，如果不像美国法那样承认控股股东对公司和其他股东负有信义义务，那么，香港现有的信义义务规则很可能不足以防范超级表决权股东牺牲普通股东利益以谋求自身利益的危险。^{〔76〕}

第三，有关双重股权架构的信息披露——特别是风险提示——要求，很可能沦为形式主义的套路文章，或许会发现所有采用双重股权架构的公司都会采用近似的披露文案。况且，这种抽象的信息披露和风险提示究竟对投资人有多少意义殊有可疑。对有经验的机构投资者而言，双重股权架构的基本内容和风险应该早已熟悉，上市公司披露的也许只是这些投资人原已知道的内容。

〔73〕 See HKEX Listing Rule 8A. 32.

〔74〕 See HKEX Listing Rule 8A. 27, 8A. 28.

〔75〕 See HKEX Listing Rule 8A. 34.

〔76〕 美国的 *Omnicare v. NCS Healthcare Inc.* (818 A. 2d 914, 2003) 一案的情节就展现了这种危险。该案中，被收购公司 NCS 具有双重股权架构，其两位超级表决权股东同时也是公司董事。在与收购方谈判收购交易时，董事会采用了严苛的交易保护条件，包括要求强行将收购交易付诸股东表决，以及没有设置“信义义务例外”条款 (fiduciary out)。尽管董事会后来撤回了对收购议案的推荐，但法院最终判决董事会违反忠慎义务。值得指出的是，本案中两位超级表决权股东已经以个人名义向收购方承诺其将投票赞成收购案，也就是说其作为董事的行为——撤回对收购议案的推荐，与其作为股东的行为——承诺支持收购案——相互矛盾。正如有学者指出的那样，超级表决权股东与普通股东很可能因为其投资多样化程度的差异而具有不同的风险偏好，由此形成实际的利益冲突，尽管在法律上超级表决权股东并没有让公司与自身或其关联企业交易，因此未必构成利益冲突交易。尤其在公司陷入财务困境之时，这种实际利益冲突变得更加突出（参见前引〔24〕，Ronald Gilson、Jeffrey Gordon 文，第 785 页）。于是，如果超级表决权股东有机会利用股东身份推进利益冲突交易，则董事的信义义务将不足以控制这种冲突。实际上，在 *Omnicare* 案中，如果法院不认定董事会违反信义义务，就几乎无法阻拦这起存在利益冲突的交易。然而，这又是基于该收购交易在美国需要得到董事会同意的公司法规则。假如在股东会中心主义的法域，或者对于股东会可以跳过董事会直接决策的交易，便很难再控制超级表决权股东推进有利自身却不利于其他股东的交易。

而对没有经验的散户投资者来说，他们或许原本就不习惯查看公司的信息披露，只是根据市场价格交易，于是，额外的披露对这些投资人也未见得有多少帮助。笔者以为，真正值得披露的应该是当面临具体交易决策之时，超级表决权股东与普通股东可能存在哪些实际利益冲突，这大概才有助于投资人认清双重股权架构实际风险。至于在采用双重股权架构的公司名称后加注特殊标记，同样对有经验的投资人意义不大，这些投资人早对哪些是双重股权架构公司了然于胸了，只是对散户可能起到一些提示作用，但这部分投资人本身对交易价格的影响十分有限。

第四，现有研究表明最值得采纳的防范双重股权架构消极影响的规则是按照公司年龄迫使超级投票权失效的“日落条款”。港交所最终没有对此作出要求十分可惜。对此，港交所的解释难以令人信服。港交所认为，如果强制要求双重股权架构在经过一定时间之后必须经股东批准方能继续保留，则会“在此日期临近之际，对股东以及潜在投资人造成严重不确定性”。然而，港交所的现行规则已经规定了基于特定事件——转让、死亡、丧失行为能力、卸任董事等——的“日落条款”（event-based sunset）。与一个早已明确“日落”时间的“日落条款”相比，这些由于突发事件而突然“日落”的“日落条款”岂非具有更大的不确定性？既然更不确定的“日落条款”都已经有了，又如何能以不确定为由排斥不确定性更小的“日落条款”呢？

除却港交所上市规则中确立的这些事前性保护规则之外，借助司法手段对同股不同权公司中普通股股东给予事后保护也有一定的可能性。比如，近来 SFC 利用《证券及期货条例》[Securities and Futures Ordinance (SFO)] 第 213 条对市场失当行为提起民事诉讼，这可以在一定程度上取代集团诉讼与风险代理费机制的保护功能。^[77]

（二）新加坡

1. 制度变迁

新加坡立法原本不允许同股不同权，其《公司法》（Companies Act）第 64 条第 1 项明确规定公司的每一份股票只能拥有一份表决权。仅有的例外是允许报业公司同股不同权，以期维护媒体的中立性。

2012 年英国曼彻斯特联队有意寻求在新加坡证券交易所（SGX）上市，但希望采用双重股权架构。由于受制于《公司法》的上述规则，最终曼联放弃新加坡转赴 NYSE 上市。以此作为契机，新加坡迅速展开修法工作，于 2014 年 11 月通过《公司法》修正案，正式允许上市公司采用双重股权架构。^[78]不过，这部分修正案没有立即生效，而是到 2016 年 1 月才正式生效。

可是，即便《公司法》修正案生效之后，SGX 似乎也没有急于修改上市规则，等待一年之后才首次就双重股权架构发出征询意见书，^[79]此后又经过一年，到 2018 年 3 月底 SGX 再提出修正上市规则的征询意见书，^[80]直到同年 6 月 26 日正式出台建立双重股权架构的上市规则修正案，

[77] 参见前引 [55]，Hui Huang、Wei Zhang、Kelvin Siu Cheung Lee 文。

[78] See Companies Act, Section 64 (3), Section 64A.

[79] See SGX, Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx_dcs_consultation_paper_sgx_20170216-final.pdf, last visited on Oct. 31, 2019.

[80] See SGX, Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at <https://www.sgx.com/wps/wcm/connect/bc5e0f06-26d4-4564-9445-e14d79529846/Consultation+Paper+on+Proposed+Listing+Framework+for+Dual+Class+Share+Structures.pdf?MOD=AJPERES>, last visited on Oct. 31, 2019.

并立即生效。^{〔81〕}在此之前，2017年7月28日，SGX先行允许已在FTSE和MSCI指数认定的“发达市场”采用双重股权架构上市的公司来新加坡第二上市（secondary listing）。不过，迄今为止还没有同股不同权的公司在新加坡上市。

对比中国香港，新加坡的同股不同权起步更早一些，而且法律修改工作进展得很快。可是，与港交所不同，SGX修改上市规则的步子却拖得很慢，直到中国香港后来居上地确立双重股权架构，方才正式修正自己的上市规则。SGX与港交所对双重股权架构的冷热差别，乃至SGX与新加坡立法机构对此的温度差都颇耐人寻味。一种可能性是SGX充分意识到新加坡股权资本市场的局限，对通过建立双重股权架构吸引上市的前景并不如港交所那样乐观。相反，SGX或许还对放开同股不同权之后引来劣质公司上市存在忧虑。

2. 双重股权架构规则

第一，SGX同样只允许新发行上市的公司采用双重股权架构，但与港交所不同，SGX没有为采用双重股权架构的公司特别设定定量标准，换言之，这些公司只需要符合SGX主板上市的一般定量规则。不仅如此，SGX也没有在主板上市规则中直接设定接纳双重股权架构公司上市的定性标准，只是在其与上市规则修正案同时公布的征询意见回复说明中列举出一些考察是否接纳的定性因素。这些因素包括：（1）商业模式，譬如是否具有谋求高速发展的长期规划设计；（2）既往业绩，包括经营业绩，也包括公司治理等方面的业绩；（3）超级表决权股东（或团体）对公司经营成败的重要性；（4）有经验的投资者的参与；（5）如果拥有超级表决权的是一个采用公司或信托形式的团体，则要考察其内部结构的妥当性，包括评估其是否具有“日落”机制或者其他保护措施；（6）其他相关特质。^{〔82〕}

与港交所的规则相比，SGX列举的上述因素更具主观性。尽管两家都要求采用双重股权架构的公司具有快速成长性，但SGX没有限定所谓创新企业才能建立这种股权架构。新加坡规则的第二个特点是允许团体成为超级表决权股东，只要这样的团体在上市之际就确定范围，并且有一人充任董事。至于这样的团体究竟需要具有怎样的内部结构避免其滥用超级表决权，SGX语焉不详，而所谓的“日落”机制，似乎仍旧限于股权转让、代表该团体的董事离职之类基于特定事件触发。另外，与中国香港的规则一样，拥有超级表决权的个人股东必须是董事，^{〔83〕}而且SGX要求超级表决权股东在上市之后至少12个月内不转让或另行处分其全部股份——包括超级表决权股与普通股。^{〔84〕}对于事后增发超级表决权股，SGX除与港交所一样要求不能提高超级表决权股的比例之外，还要求事先作为特别决议事项得到股东大会批准（即代表投票股东75%以上的表决权同意）。^{〔85〕}

〔81〕 See SGX, Responses to Comments on Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures, available at <https://www.sgx.com/wps/wcm/connect/f6224603-356e-4a1d-8eaf-264d1fb9da46/Responses+to+Feedback+on+DCS+Consultation+Paper+%28260618%29.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE&CACHEID=f6224603-356e-4a1d-8eaf-264d1fb9da46>, last visited on Oct. 31, 2019.

〔82〕 参见前引〔81〕，SGX文，第10-11页。

〔83〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (e).

〔84〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 229A.

〔85〕 See SGX Mainboard Rules, Rule 803A.

第二,SGX也要求采用双重股权架构的公司在招股说明书等发行文件中详述其股权架构、风险因素、采用双重股权架构的理由、同股同权的表决事项以及公司章程中其他与双重股权架构相关的重要事项。此外,还必须在年报封面页特别披露:(1)超级表决权股东名称;(2)超级表决权股份数量;(3)超级表决权股表决权总数;(4)普通股股份数量;(5)普通股股表决权总数;(6)超级表决权股与普通股权表决权合计总数。^[86]

第三,SGX也规定超级表决权股每股不得超过10票表决权,且超级表决权与普通股的表决权之比不得事后变更。^[87]普通股东在股东大会上可以行使的表决权数不得少于公司总表决权数的10%;^[88]按同股同权标准计算拥有10%以上表决权的普通股东可以召集股东大会。^[89]某些决议案必须以同股同权方式表决,包括:(1)修改章程等公司基础性文件;(2)改变任何组别股票的权利;(3)任免独立董事;(4)任免审计人员;(5)反向收购;(6)主动解散上市公司;(7)主动退市。^[90]这些要求均与中国香港一致。

第四,超级表决权股东如不再担任董事(无论因死亡、丧失行为能力或退休、辞职等),或者拥有超级表决权的团体不再有人代表其担任董事,则其持有的股票将丧失超级表决权;类似地,超级表决权股一经转让(或拥有超级表决权的团体将此类股权转让给团体外之人)也即失去超级表决权。然而,与港交所不同,SGX允许股东以同股同权方式表决豁免上述超级表决权失效事宜,投票时相关的超级表决权股东、拟受让超级表决权股的股东,以及这两类股东的关联方不得投票,但其他超级表决权股东仍可参与投票。^[91]

第五,SGX虽然没有要求同股不同权的公司另行设置公司治理委员会,但也加强了董事会的独立性,要求审计委员会、提名委员会和薪酬委员会必须多数成员为独立董事,并且委员会主席也应为独立董事。^[92]

3. 对新加坡规则的简评

新加坡的双重股权架构规则与中国香港大体类似,主要有两点区别,其一是允许团体成为超级表决权股东,其二是限制超级表决权股东在上市之后的一定时间内转让其股权。对于允许团体成为超级表决权股东,SGX的理由是,一方面超级表决权股东应担任公司董事,以便其承担信义义务,而另一方面,假如有多名创始人希望共同控制公司的发展方向,而各人又扮演不同的角色,则无法让太多人同时担任董事。^[93]为此,可以让这些创始人结成一个团体,由其中一人代表出任董事。

中国香港要求超级表决权股东必须为个人可能确有过于机械化之嫌。不过,放开团体成为超级表决权股东也可能使少数控股股东将“叠金字塔”与双重股权架构结合,进一步放大其对上市

[86] See SGX Mainboard Rules, Rule 610 (10).

[87] See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (d).

[88] See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (h).

[89] See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (g).

[90] See SGX Mainboard Rules, Rule 730B.

[91] See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (f).

[92] See SGX Mainboard Rules, Rule 210 (10) (i).

[93] 参见前引[81],SGX文,第10页。

公司的控制权与在公司中的经济利益二者之间的差距，继而更加恶化代理人问题。因此，笔者更加赞同中国香港的规则。

至于限制超级表决权股东转让股票应该是为了将这些股东的利益与其他股东的利益捆绑起来。不过，这项规则似乎略显画蛇添足。一则以超级表决权控制上市公司原本就是极富吸引力的利益，有意设置双重股权架构并取得这种利益者通常不会愿意轻易将其拱手让人。再则无论是中国香港还是新加坡都规定超级表决权股一旦转让，原则上即失去超级表决权，这无疑会压低转让价格，反过来也会进一步抑制转让的动力。限制超级表决权股东转让普通股则可能造成其资金流动性困难，进而削弱其持有普通股的意愿。

与中国香港一样，新加坡的规则存在两个主要问题。一是将对超级表决权股东的制约机制集中在董事的信义义务上，恐怕难以回应其作为股东行使控制权的本质，如果不确立控股股东的信义义务，也许难以实现有效制约。二是没有给双重股权架构设定时间限制——以时间确定的“日落条款”，可谓是新、港两地规则的最大缺憾。此种“日落条款”在理论上和经验上都有充分依据，而且正如美国学者指出的那样，它也难以依靠公司通过章程自行确立，所以，正是需要立法强制要求之处。相比中国香港，新加坡规则还例外允许超级表决权股继承，这就更可能延长双重股权架构的持续时间，也使得强制规定这种股权架构的“日落”时间更有必要。

四、对中国立法的若干建议

本文以上的介绍、分析说明总结起来如下：双重股权架构的缺点明显，其增加代理人成本，恶化公司治理的效果为诸多研究证实；而优点却有限，所谓其能避免股东短视，助力高新企业成长，吸引更多公司上市的种种观点并没有多少证据支持。因此，笔者认为在立法上中国首先应当采取的态度是谨慎对待。笔者以为在中国推行双重股权架构，中国香港的规则比美国、新加坡的更为可取，可资借鉴作为基础，在此之上加以调整修改。

第一，对可以采用同股不同权的公司加以限制。这方面似乎不必过分强调行业技术特性，或者对这种特性作出相对宽泛的解释，而更应侧重于企业上市之前的发展轨迹。中国香港考察企业历史业绩，权衡超级表决权股东在企业发展历程中的作用，这些规范视角都有可取之处。

第二，在信息披露方面，中国香港要求明示采用双重股权架构的公司，强化风险提示的做法也可以借鉴，只是这些一般性的信息披露可能还不够。对于同股不同权的公司，要督促其在做出每一个重大交易——达到公司资产或者营收规模一定比例的交易——决策之前，充分披露如下内容：这个决策的过程、依据；该交易实施的方式、资金来源；决策之际超级表决权股东与普通股东是否存在利益冲突；在此期间超级表决权股东自身的持股、财务和流动性等状况。对此，目前证交所经常使用的问询函是一种适当的监管方式，监管员可以充分利用这一方式促使同股不同权公司做出有针对性的具体披露。

第三，限定超级表决权的比例，特别是禁止对特定股东决议事项行使超级表决权是中国香港规则的一大亮点，殊值赞同。其五种受限的决议事项可以考虑直接引入，尤其是对独立董事的选任，不能让超级表决权侵蚀独立董事制度。

第四,进一步增强上市公司董事会的独立性,包括设立独立的提名委员会、审计委员会、薪酬委员会,由独立董事担任董事会主席等都是值得考虑的措施。实际上,让董事会真正做到独立于控股股东,为全体股东的利益服务应当是所有上市公司治理的共同目标,具有双重股权架构的公司更不应例外。

第五,中国香港要求超级表决权股东必须为个人,从避免股东现金流权利与表决权进一步分离的角度看确有必要。不过,如前文分析的那样,假如以此作为捆绑超级表决权股东与普通股东利益的法律机制,恐怕尚嫌不足。重要的是在法律上建立起比较完善的控股股东信义义务制度,并为普通股东借此追究超级表决权股东责任创造便利条件。由监管机构主导的事前信息披露与由司法机构主导的事后责任追究应当双管齐下,方才能为普通股东提供有意义的保护。

第六,但也是最重要的是应当补上中国香港遗漏的定期“日落条款”。前文已经说明,法律与金融学家们研究的最新成果是,随着企业的日趋成熟,双重股权架构的优势越来越弱,而缺点则日益突出,为此,定期日落是防止同股不同权被滥用的重要机制。可是,理论和实践都证明,如果把是否采用定期日落条款的权利交给上市公司,那么,在握有超级表决权的创始人的主导下,恐怕很少会有公司主动采用这样的条款,他们更愿意加入事件性日落条款充数。正因如此,法律才特别有必要强行规定定期日落条款,而对于港交所上市规则中的事件性日落条款倒未必需要专门规定。以现有研究成果以及企业上市的实际情况看,上市之后 8—10 年间日落似乎是一个合适的选择。当然,到期之后可以允许普通股东投票表决是否继续延长双重股权架构的时间。

Abstract: The dual-class share structure has been used in the US for decades. In recent years, several Asian jurisdictions have changed their positions and allowed dual-class listings to promote the growth of local high-tech enterprises. In 2018, China Hong Kong and Singapore took the lead in this change, and the newly established Sci-Tech board in China followed suit as well. China should introduce the dual-class structure with caution. If a decision is made on its adoption, the China Hong Kong model can be employed as a primary reference. However, those rules amenable to rent-seeking should be removed, and a time-based sunset clause should be included.

Key Words: dual-class structure, same stocks with different rights, shareholder short-termism, agency costs, sun-set clause

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)